



## 【明远之道】

寻找便宜的普通公司,的确是比寻找不便宜的好公司,来得更容易一些。

# 为什么发掘特别伟大的公司特别困难

陈嘉禾

随着过去两年市场风格开始向价值股倾斜,许多投资者也开始加入“追星”价值投资的行列。而且,随着价值股、尤其是绩优价值股价格的一路上扬,一种“不要太在意估值,只要找到最伟大企业,就可以做好投资”的理论,开始在市场上蔓延。

但是,发掘特别伟大的公司,其实是一件特别困难的事情。在许多场合,寻找哪家公司“优秀到不需要太在意估值”,是一件比寻找“估值低业务稳定的公司”更困难的事情。那么,为什么寻找特别伟大的公司,是一件特别困难的事情呢?原因其实也不复杂。

在任何一个行业中,一个公司要成为特别伟大的公司,多半只有两种途径:一种是从竞争对手手中,夺取巨大的市场份额;第二种是长期保持极高的利润率。

对于第一种情况来说,假设在竞争开始的时候,市场上有500家公司,在竞争结束的时候剩下5家,那么幸存下来的5家公司,往往在成长过程中,伴随大量的兼并收购,吞食市场份额,也往往会成为伟大的公司。但是,问题在于,你怎么知道是哪5家能幸存下来、哪495家不会呢?要知道,这可不是只有1%的概率。

如果我们看看美国的科技行业,就会发现,尽管其中诞生了许多伟大的公司,但这些公司在它们刚成立的时候,许多都面临残酷的市场厮杀。微软刚诞生的时候,IBM就没把它当成个东西。网景公司如日中天的时候,也没人会想到它会迅速倒下,互联网的世界最后会交给谷歌、脸书这样的企业。而当苹果公司终于站起来的时候,倒下的是当年不可一世的诺基亚。

而中国的家电行业也是如此,尽管今天我们都认为格力是一个伟大的

公司,但是早期的中国空调行业,可不止格力一个企业。而美的集团的脚下,也倒着无数的家电企业。

而在第二种情况,即伟大的公司主要通过高利润率维系时,尽管企业之间的竞争情况没有第一种那么直接、惨烈,但是这也往往意味着,竞争失败者会有更低的利润率。

比如,今天许多投资者认为,白酒行业是一个出众的行业,行业龙头企业的利润率都很高,但是当年中国可是有八大名酒之称,是什么导致了今天龙头企业的高利润率、和其他一些当时并驾齐驱企业的低利润率呢?这种因素是否有一天又会翻转过来的呢?

维持高利润率并不是一件容易的事情,高利润率同时意味着,对于消费者来说,付出更多的钱,但是买到了更少的东西,如此剩下的一部分钱,才成为企业的高利润。同时也意味着这家企业的同行赚不到这么高的利润,社

会资本的回报也没有这么高。

但是,在市场经济中,任何人都想赚更多的钱。不光竞争对手想赚,资本投资者也想赚,消费者同时也想省钱。在这种情况下,想要保住手中的高利润率不下滑,其实是一件不太容易的事情。而人和人之间的智力、资本和资本之间的魔力,究竟又有多大差别呢?这也就如沃伦·巴菲特所说,护城河的作用,就是抵抗敌人不断的进攻。

举例来说,预测酒行业曾经在中国市场中享有很高的销售利润率(利润/销售额)。一方面,预测酒的生产工艺并不复杂,成本也不高,另一方面受冲动型消费的驱使(喝酒的人总不如买菜的人在乎钱,开派对喝预测酒的人尤其如此),因此往往能卖出很高的价格。但是,过高的利润率很快吸引了资本和同行的眼球,迅速涌入的竞争,也导致这种高利润率没有维持太长的时间。

反之,可口可乐公司在维持了极

强客户粘性的同时,却没有定价过高。在全球各个市场,可口可乐往往以很低的价格销售,国内市场一大瓶也不过几块钱。这样,就很少有竞争对手愿意去拼抢这块生意,毕竟可口可乐公司的知名度又高、客户粘性又强、规模效应又大,想和这样大的公司拼抢不是太高的销售利润,是非常费力的事情。

由此我们可以看到,尽管找到特别伟大的公司能给投资者带来非凡的投资业绩,但是找到这样的公司,却是一件不太容易的事情。反之,在那些没有巨大竞争的行业,尽管我们很难找到特别优秀的公司,但是也不容易失手、不幸选中特别差的公司。无怪乎巴菲特在自己早期投资时,倾向于寻找便宜、而不是好的公司。这并不完全是老先生失算这么简单,而是寻找便宜的普通公司,的确是比寻找不便宜的好公司,来得更容易一些。

(作者系信达证券首席策略分析师)



## 【明言至理】

如果美债大幅回落,目前乐观的投资情绪将迅速逆转,全球股市将会受到波及。

# 港股蓄势冲关前的一点冷思考

吕锦明

港股承接去年底的强势,今年以来一路高歌猛进;近期更是录得十四连升,刷新港股有史以来最长的升市纪录。截至本周五收盘,本港港股升势高点距离港股历史高位31958.41点仅数百点之遥。因此,不少中小投资者乃至外资大行都乐观认为,港股有望在短期内冲关刷新历史新高纪录。

的确,继续推高港股的基本面因素有不少。比如:外国美股道指突破25000点,为环球股市率先做出创新高的示范动作;许多港股投资者憧憬通过互联互通机制,内地资金继续上演“北水南下”扫货式买入蓝筹股的戏码;今年港股市场将迎来上市制度改革,市场预期此举有望吸引一大批国

内外新经济行业来港上市;另外,内地计划让“一带一路”相关企业来港发行人民币计价新股等等。

但是,可能对港股向历史新高迈进的掣肘因素也不容忽视。以美股为例,在道指突破了25000点后,美股的估值已经偏高,目前的平均市盈率已超过了20倍的警戒线,这可能成为美股估值偏高进行大幅调整的因素;另外,目前美股平均股息率仅有2.09%,略高于两年期美国国债收益率1.96%。由此可见,美股估值偏高加上投资者关注股息率能否有足够高的安全边际,可能引发美股在高位出现回调,港股也会受到影响。

有一个因素值得投资者留意,即鲍威尔将在下个月接替耶伦出任美国新一任联邦储备局主席,摆在他面前

的情况可能令其主导的美联储在政策推行方面进退两难。因为通胀低企的情况下,低息条件持续助长资产泡沫增加,但如果泡沫破裂对经济的破坏力也可能增加;而如果美联储新班子不加快加息步伐去压制资产泡沫,就将要面对另一个问题——如何收拾因美元资产价格急跌后出现的烂摊子。

实际上,美国加息和减税政策将为美股及港股带来不确定因素。美联储确立了循序渐进收紧政策的方向,市场预期2018年仍有三次左右的加息,分析普遍认为将令资产价格有所下调;至于美国减税政策,更是金融市场不常面对的情况。关于美国减税是否会引发资金大规模回流,其它国家是否会跟随美国减税来保留留在本国的外来投资,这些都是

市场需要面对的问题。

值得留意的一个市场现象是,一直被市场视为“零风险”投资品种的美国国债,在近期出现“异动”,美国10年期国债利率在一度抽高至接近2.6厘。业内人士预期美债利率上升,有可能成为环球股市显著回调的触发点。对香港市场而言,这可能引发全球资金流向,拖累与美元挂钩的港元汇价进一步走弱,加剧资金外流压力,令香港的股市、楼市等资产面临考验。

因此,美股、港股等全球几大主要股市接连破顶创新高。这与近日美国国债市场出现的不寻常抛售情况更是形成鲜明对比。这一点值得投资者冷静思考。美债急升,表明市场忧虑美联储继续加息,以及通胀预期升温。如果美国债券利率向上的趋势持续,意

味着将会增加企业发债融资成本,进而不利于美国乃至全球经济的复苏,令推动股市升势的因素无以为继。

目前,环球投资者关注的一大热点是:持续数十年美国债市大牛市是否已接近尾声?从最近美国发布的一些经济数据来看,美国经济持续表现向好,而这也成为支持美联储采取渐进加息与缩表措施的理由。另外,分析还指出,美元在过去一年贬值幅度将近10%,市场对美国通胀预期也逐步升温,上述因素对美国债券市场发展带来负面影响。如果美债大幅回落,目前乐观的投资情绪将迅速逆转,包括美股、港股在内的全球股市也会受到波及,投资者对此必须有冷静、清晰的判断。

(作者系证券时报记者)



## 【琳听财经】

相信区块链技术在未来一定是无处不在,成为下一个热捧的对象。

# 区块链重新定义未来

向琳

2017年比特币狂潮以及各种数字货币的争相发行,让区块链技术在公众面前彻底火了起来,吸引了例如德勤、高盛、花旗、纳斯达克、迅雷和360等巨头的布局。近日,胶片大佬柯达也宣布将推出基于区块链技术的加密货币“柯达币”和KodakOne影像专利管理平台,消息发出之后,柯达公司股票在1月9日猛涨119.35%。

区块链由比特币创始人中本聪于2008年在《比特币白皮书》中提出,希望可以创建一套基于密码学原理而不是基于信用的系统。区块链是利用分布式数据库识别、传播和记载信息的智能化对等网络,具有去中心化、无须信任系统和不可篡改数据信息等优

点,区块链技术是一种通过自身分散式节点进行网络数据的储存、验证、传递和交流的技术方案。作为比特币的底层技术,区块链本身是一串使用密码学相关算法所产生的数据块,而每一个数据块都包含了多次比特币网络交易有效确认的信息。

在发现区块链技术的价值之后,各个政府及公司都在加速布局区块链。例如欧盟委员会在2016年2月把加密货币放在快速发展目标领域的首位,并推动了各个机构针对数字货币的政策研究。纳斯达克已经开始利用区块链技术进行私有股权发行交易,早在2015年纳斯达克就和区块链公司Chain合作共同开发了针对IPO前市场产品的分布式账本。根据WinterGreen Research公司的一份报

告,IBM和微软已经占据了总规模超过7亿美元的区块链产品和服务市场的最大份额。市场研究机构Gartner预测,到2020年,基于区块链的业务将达到1000亿美元。除金融业外,制造业和供应链管理行业将为区块链带来万亿美元级别的潜在市场。

尽管中国在2017年9月开始禁止加密货币交易,但对于区块链技术和数字货币,中国保持积极态度。2016年2月,央行行长周小川提出“数字货币必须由央行发行,区块链是可选的技术”;2016年12月,区块链被写入《“十三五”国家信息化规划》,2017年5月16日中国发布了国内首个《区块链参考架构》,确立了区块链的基础性标准。2017年7月,央行数字货币研究机构作为中国人民银

行独立的业务单位正式开展业务。中国银行原行长、中国区块链研究工作组组长李礼辉在首届钱塘江论坛—金融科技峰会上表示,利用区块链技术重构管理和服务流程,可以打造零距离、多维度、一体化的金融服务。移动互联网、大数据、人工智能和区块链技术正在构建全新的金融服务模式。与此同时,中国企业在海外投资的区块链领域也在带动着整个行业的发展。

不过,中国区块链的发展尚处于起步阶段。据腾讯研究院统计,目前中国共有区块链创业公司及研究机构近100家,创业企业主要集中在区块链的底层基础架构、数字资产流通、资产鉴证证明、物流、供应链等领域应用。主流区块链技术平台起源于国外,我国拥有自主的区块链底层平台还有

一定的距离。

随着国家政府对区块链技术重视程度的提高和区块链技术标准的逐渐确立,加上区块链能够优化业务流程、改善协同效率以及降低运营成本等优点,笔者相信区块链技术在未来一定是无处不在,成为下一个热捧的对象。不过,随着科技的发展,未来非对称加密算法具有破解的可能性,这可能影响到区块链的安全性。区块链技术稳定发展的前提是有效的监管机制以及标准体系的建设。因为区块链涉及包括金融在内的多个行业,政府参与到区块链的监管中是必不可缺的,但传统的监管体系对于区块链来说并不适用。因此,还需要政府推进标准体系的建设并出台相应政策。

(作者系天元金融高级投资顾问)

# 销售模式变化折射公司经营实情

杨苏

研究销售模式是研究上市公司主营业务运行情况的重要角度,主要模式有直营店、电商、经销商等等。不过,实际中可能很多人并不清楚公司有哪些销售模式,以及各种销售模式利弊、所占的比重,从而忽视了观察公司发展前景的极佳角度。

近日,媒体报道某知名白酒企业管理层希望重塑销售渠道,将线上销售的比例从30%提高到60%,目前还处在调研阶段。这其实并不意外,因为该酒企的产品一直处于供不应求的状态,在这种情况下经销商的作用几乎可以忽略不计。而且,舆论一直关注

该品牌白酒在市场上囤货、涨价的现象,企业尽管加强管理但一直无法杜绝。如果加强官方电商渠道的直接销售,可以缓解渠道中的各种畸形现象,也不必再替少数经销商违规行为背黑锅。

只有极少数企业才有底气做出上述改变。一方面是行业情况不同,与日常消费品相比,许多行业面向企业等专业客户,需要提供私人订制、运输、安装、维修等服务;一方面经销商作为企业的重要合作伙伴,为企业产品市场推广做出了重要贡献,尤其是产品铺货的早期和品牌效应没有建立的阶段。

有多少投资者会去仔细研究经销

商多年的变化?无论是企业各年的年度报告信息披露,还是去实地调研经销商的情况,都可以提供大量经销商的变化信息。显而易见的是,如果经销商挣钱了与企业一荣共荣,那么企业大概率也会有良好的发展预期;如果经销商每年都有相当比例的变化,那么这家企业的产品销售就非常值得警惕了。

更有甚者,经销商与企业很容易成为利益共同体,沆瀣一气欺骗外部股东。有一位朋友告诉笔者,他所在的企业会把产品发给经销商,等到会计报表的时点后,再给经销商一定费用把产品运回来。相信这类现象在A股上市公司中并不鲜见,而且笔者看到,一般而言应收账款绝大部分的账龄都

是一年,难免让人有一丝怀疑。

有一家面向普通消费者的企业,在电商渠道的销量连续多年没有起色。企业对于电商销售的重视程度和营销技巧等,当然会影响收入规模,但另一方面,这也一定程度上说明公司的品牌效应不够明显,与同类产品的竞争力不足。君不见美国苹果公司新品发布以后,消费者趋之若鹜去线上预约、去直营店争抢产品的盛况?进一步而言,2017年苹果新品发布后,直营店未见此前拥挤的疯狂,也让外界顾虑产品的预期销量。

“店大欺客,客大欺店”。销售渠道的任何细微变化,都非常值得投资者强烈关注。有一家食品类企业通过大

型商超销售产品,在确认收入方面,初始合作时以产品提供给商超时为准,但后来改为商超实际销售后再确认。换句话说,卖不掉或者变质的产品就直接退回给企业了,卖了多少就给你结算多少。

面向普通消费者的企业,如果品牌效应比较显著,电商渠道或者直营店一定有源源而来的慕名者。其他类型的企业,销售渠道的种类以及比重需要投资者根据不同的行业特性具体分析。销售渠道中的区域也不能忽视,如果产品卖到了竞争对手的大本营并且不断扩大,那这家公司的未来一定值得期待。

(作者供职于证券时报)



## 【股市笙歌】

如果经销商与企业一荣共荣,那么企业大概率也会有良好的发展预期。